

学校编码: 10384

分类号__密级__

学号: 13620081150859

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

证券市场危机下政府救市的适度性分析

Analysis of the Moderation of Government Bailouts in
Securities Market Crisis

徐肃裕

指导教师姓名: 肖 伟 教授

专 业 名 称: 法 律 硕 士

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

政府救市的是与非是学术界一直争议的话题，但每逢发生重大的证券市场危机，如东南亚金融危机及美国次贷危机，各国政府都相继伸出“有形之手”进行救市，我国政府在证券市场发展的二十年历史中也曾多次采取救市措施。频繁的救市行为迫使我们不得不思考这些救市行为是否是适度的。对这一问题的回答需要解释如下在逻辑上依次递进的子命题：一是政府是否应当救市？二是政府应该在什么情况下救市？三是政府如何救市才是适度的？

通过分析这三个问题，本文认为，政府应当把握好政府与证券市场的关系，具体表述为：在该救市之时应当果断救市，否则即为救市不足；不该救市之时则不应以救市之名越位代替市场进行资源配置，否则即为救市过度；而在具体的救市过程当中要确保救市的目标、条件、措施、退出以及程序都具有适度性。

除引言和结论外，全文分为四章：

第一章采用先总后分的形式，在第一节中先提出了救市适度性的含义，后三节则依次对适度性的三层含义进行论证。第二节从经济学及法社会学角度论证了政府救市是必要而且是必然的。第三节分析了政府与市场的边界限度，指出以救市之名代替市场配置资源同样会对市场造成严重的破坏。第四节从法理学角度分析在具体的救市行为中，由于政府行为存在有限理性与权力扩张性，因此，需要对救市行为进行法律规制以满足适度性要求。

第二章采用实证分析法和历史考察法，系统地梳理了我国政府在证券市场中不适度的救市行为表现，并分析了不适度的原因及危害。

第三章从法治化的视角回顾了美国政府在次贷危机中的救市行为及香港特区政府在亚洲金融危机中的救市行为，从而总结出有益于指导政府救市的经验。

第四章分别从救市目标、救市条件（范围）、救市措施、救市退出、程序规制五个维度进行论述，并给出了促使政府救市满足适度性要求的具体建议。

关键词：证券市场危机；政府救市；适度性

ABSTRACT

Government bailouts has been a controversial topic in academe for many years. Despite the disputes, most governments would carry out relevant measures to save the market when a securities market crisis happened, such as the "Asian Financial Crisis" and the "Subprime Mortgage Crisis". Chinese government had also been carried out bailout actions for many times through policy interventions, which had led to the phenomenon of "Policy Stock Market". Frequent bailouts force us to consider whether the bailouts are moderate or not. In order to obtain a right answer, we have to interpret the following three questions which are step-up in logic. Firstly, should government bailout the market? Secondly, if so, when should the government take measures? Last but not the least, how to make sure the bailouts are moderate?

By analyzing questions above, this article indicates that policymakers should correctly handle the relationship between government and market so as to guarantee bailouts are moderate. The conclusion could be expatiated as follows: on one hand, government shouldn't replace market to allocate resource in the name of bailout. On the other hand, government should take measures to alleviate the damages when a real crisis happens. During the period of bailout, the legal system of the initiation of government bailouts should be improved, in which objects, start conditions, measures, retreat time and due process, should be stipulated in the relevant laws and regulations.

Except the preface and conclusion, this article is divided into four chapters:

In the first chapter, subchapter one defines the concept of moderation of bailouts at the beginning. The following threes subchapters are aimed to prove why bailouts should be moderate by demonstrating theories of "market failure", "government failure" and so on.

In the second chapter, this paper studies the unmoderation of government bailouts in China and makes a deeply self-reflection on the lessons of bailouts in the past two decades.

In the third chapter, this article carefully analyzes the practices of bailouts in the U.S.A during the "Subprime Mortgage Crisis", as well as bailouts in Hong Kong during "Asian Financial Crisis" from the legal perspective and finds out some useful inspirations for improving moderation of bailouts finally.

In the forth chapter, some suggestions are summarized for improving the moderation of government bailouts from the following perspectives: objects, initiation, measures, retreat time and procedures, so as to promote securities market to develop in a healthy, stable and sustainable manner.

Key Words: Securities Market Crisis; Government Bailouts; Moderation

目 录

前 言.....	1
第一章 政府救市适度性的理论基础.....	2
第一节 政府救市适度性的含义	2
第二节 政府救市的必要性	3
一、政府救市的经济学理论依据	3
二、政府救市的法社会学理论依据	5
第三节 政府与证券市场的边界限度	6
一、证券市场的运行原则	7
二、证券市场中的政府职能定位	8
第四节 政府救市适度性的法理学基础	9
一、政府有限理性	10
二、政府权力扩张性	11
第二章 我国政府救市不适度的情形分析.....	12
第一节 我国政府救市不适度的表现	12
一、救市目标不适度	12
二、救市条件不适度	13
三、救市措施及程序不适度	13
第二节 我国政府救市不适度的原因	14
一、证券市场功能错位	14
二、政府职能错位	15
三、法治意识缺失	15
第三节 我国政府救市不适度的危害	16
一、弱化了市场资源配置功能	16
二、催生了市场泡沫且助长投机行为	16
三、导致出现政府信用危机现象	17
四、导致权力寻租之腐败现象	18

第三章 法治视角下美国和香港政府救市的适度性解读	19
第一节 美国政府在次贷危机中救市的适度性解读	19
一、立法明确救市权限	19
二、救市措施尊重市场规律	20
三、监督体制完善	21
第二节 香港特区政府在亚洲金融危机中救市的适度性解读	22
一、救市目标以保护市场为限度	22
二、救市手段遵守法治化与市场化原则	23
第四章 促进政府救市适度性的建议	25
第一节 救市目标适度性	25
一、以恢复市场配置资源能力、实现优化资源配置为根本目标	25
二、兼顾国家利益、市场安全与投资者利益	26
第二节 救市启动条件与措施的适度性	26
一、因市场制度缺陷而引发的证券市场危机	27
二、因实体经济恶化引发的证券市场危机	28
三、因金融体系中的系统性风险引发的证券市场危机	30
四、因突发事件引发的证券市场危机	31
第三节 救市退出与适度性	32
第四节 救市程序与适度性	33
一、救市程序法律规制的意义	33
二、政府救市适度性的程序保障	35
结 论	39
参考文献	40

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 The Theroy of the Moderation of Government Bailouts ·	2
Subchapter 1 The Concept of the Moderation of Government Bailouts	2
Subchapter 2 The Necessity of Government Bailouts	3
Section 1 Economic Theoretical Basis for Government Bailouts	3
Section 2 Sociology of Legal Theoretical Basis for Government Bailouts.....	5
Subchapter 3 The Borderline Between Government and Securities Market	6
Section 1 The Operating Principle of Securities Market.....	7
Section 2 The Responsibility of Government in Securities Market	8
Subchapter 4 Jurisprudence of Moderation of Government Bailouts	9
Section 1 The Theory of Bounded Rationality of Government	10
Section 2 The Theory of Administrative Power's Extension	11
Chapter 2 The Empirical Analysis of Unmoderation of	
Government Bailouts in China	12
Subchapter 1 The Phenomena of the Unmoderation of Government Bailouts	12
Section 1 Improper Object of Bailouts	12
Section 2 Improper Condition of Bailouts.....	13
Section 3 Improper Measures and Procedures of Bailouts.....	13
Subchapter 2 The Reasons for Unmoderation of Bailouts in China	14
Section 1 Function Dislocation of Securities Market.....	14
Section 2 Function Dislocation of Government	15
Section 3 Lacking of Legal Ideology	15
Subchapter 3 The Harm of Unmoderation of Bailouts in China	16
Section 1 Weakening the Resource Allocation Efficiency.....	16
Section 2 Stimulating the Formation of Stock Market Bubbles.....	16
Section 3 Resulting in Reputation Crisis of Government	17

Section 4	Resulting in Rent-Seeking and Corruption.....	18
Chapter 3	Historical Review of Practices of Bailouts in the U.S.A,	
	Hong Kong and Their Moderation	19
Subchapter 1	The Moderation of Government Bailouts of America during	
	Subprime Mortgage Crisis.....	19
Section 1	Correctly Defining Jurisdiction by Legislation	19
Section 2	Respecting the Market Rules	20
Section 3	Perfect Supervision System	21
Subchapter 2	The Moderation of Government Bailouts of Hong Kong during	
	Asian Financial Crisis	22
Section 1	Limited Market Protection is Its Unique Object	22
Section 2	Bailouts Measures are Complying with Law and Market Principle	23
Chapter 4	The Suggestions for Improving the Moderation of	
	Government Bailouts	25
Subchapter 1	The Moderation of Objects of Bailouts	25
Section 1	Aiming for Recovering the Ability of Market in Resource	
	Allocation and Optimizing Resource Allocation	25
Section 2	Giving consideration to State Interest and Investors' Interest	26
Subchapter 2	The Moderation of Initiation and Measures of Bailouts	26
Section 1	Crisis Caused by the System Defects of the Market	27
Section 2	Crisis Caused by the worsen of Macroeconomy	28
Section 3	Crisis Caused by the Systematic Risk of Financial Marke.....	30
Section 4	Crisis Caused by Emergencies	31
Subchapter 3	The Moderation of Retreat Time of Bailouts.....	32
Subchapter 4	Procedures of Bailouts and The Moderation	33
Section 1	The Significance of Legal Procedures in Government Bailouts	33
Section 2	Perfecting the Procedures for Improving the Moderation of	
	Bailouts.....	35

Conclusion	39
-------------------------	-----------

Bibliography	40
---------------------------	-----------

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

前 言

学界对政府救市的争议焦点主要限于“当证券市场发生危机时，究竟是应该放任市场自由调整，还是应该由政府出手干预进行救助”。不过“市场失灵”理论为政府干预证券市场提供了较有说服力的理由，而且，政府在面临危机时通常都会出台救市措施。因此，“救市论”无论是从理论上还是实践上都获得了胜利。然而实践表明，政府介入市场的行为同样会面临“政府失灵”的困境。那么政府与证券市场之间是否存在一个可以衡量的限度？无论是经济学界还是法学界对此进行研究的学者都寥寥无几，更不用说得出可以指导实践的论断了。本文试图从法律与经济的双重视角考察各国的救市实践，通过梳理证券市场与政府间的关系，并试着对“政府该如何把握治市与救市之间的限度”、“一旦进行救市，救市的目标、启动条件（范围）、措施、退出时机又该如何控制在限度内”以及“法律程序如何保障政府适度救市”这些问题进行探讨，希望得出一些有助于政府适度救市的建议。

本文所研究的“救市”是广义上的政府在证券市场发生危机条件下介入证券市场的行为，既包括救助因实体经济衰退、金融体系恶化、外来突发事件而引发的证券市场危机，也包括治理因内生于证券市场本身的制度性缺陷而导致的市场危机。

第一章 政府救市适度性的理论基础

第一节 政府救市适度性的含义

学者李昌麒将政府干预分为三类情形，一是干预不足，一般在经济状况良好时易出现这类情况；二是干预过度，通常发生在经济状况恶劣之时；三是在从干预不足和干预过度的教训中寻求国家对经济生活的“适度”干预。^①而综观百余年世界证券市场发展史，可以发现，政府救市实践也经历了从救市不足到救市过度，最后向适度救市靠拢的历程。救市不足的原因在于过分强调市场的自我调节能力，而忽视了“市场失灵”的危害，如1929年美国股市崩盘之后，胡佛总统领导的美国政府却实行消极的干预措施，直到罗斯福上任之后美国政府才对证券市场展开大规模的救助行动，然而美国社会却已经经历了多年的“大萧条”之痛。^②救市过度则过分强调政府干预市场的能力，而未对“政府失灵”给予足够的重视，如我国政府在证券市场发展初期曾多次进行政策救市，几乎每一次较大幅度的行情波动都离不开政府有形之手的影子，由此也形成了广为民众诟病的“政策市”。

从救市不足到救市过度，著名经济学家斯蒂格利茨指出，这一方面说明了市场机制存在缺陷，从而为政府救市提供必要性；另一方面则说明了不能完全依靠政府去校正所有的市场缺陷。^③因此，理性的选择是寻求“看不见的手”与“看得见的手”相互配合的途径，以使政府救市既不会不足，也不会过度。由此，便引申出了本文所要论述的“救市适度性”这一主题。通过分析各国救市实践，本文认为，政府救市适度性包含以下三层含义：

一是由于市场失灵的存在，政府在证券市场危机发生时应当进行救市，此为救市的必要性。倘若未予以救市，则为救市不适度之救市不足；

二是由于证券市场有其固有的运行原则，政府与市场之间也存在一定的边界限度，因此，不应以救市之名越位代替市场进行资源配置，否则，即为过度

^① 李昌麒，主编. 经济法学[M]. 北京：中国政法大学出版社，1999. 80.

^② Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises (Fifth Edition)[M]. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2005. 23-45.

^③ Joseph E. Stiglitz. Government, Financial markets, and Economic Development[R]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1991.

救市；

三是由于政府有限理性与权力扩张因素的存在，政府在救市的过程中并不能确保救市行为具有充分的合法性与合理性，因此，救市的目标、范围、手段措施、退出时机以及程序等都应当接受法律规制以满足适度性要求。

下文将通过细述市场失灵理论、政府与证券市场的边界以及政府失灵理论分别对这一含义的三个层次进行论证，从而支持“既反对政府救市不足，也反对超越市场过度救市，以及必须对救市行为本身进行适度性规制”这一论断。

第二节 政府救市的必要性

一、政府救市的经济学理论依据

证券市场失灵理论来源于经济法中的“市场失灵”理论。西方经济学鼻祖亚当·斯密认为，在理性的约束下，追求自身利益最大化的“经济人”的个体行为，将带来个体利益和社会利益的同步增长。因此，斯密主张“最好的政府便是最少的干预”，政府只应充当“守夜人”的角色，而法律则应赋予市场主体充分、全面的自由权利。^①此后，放任自由原则成为自由资本主义时期市场赖以发展的基石，同时也成为 19 世纪末 20 世纪初各国证券市场奉行的原则。但历史实践表明放任自由并不总是带来个体利益与社会利益的和谐，如果政府忽视市场失灵的危害，任由市场在遇到危机时自由调整，将会加剧证券市场的动荡，甚至该行为本身就会造成证券市场危机。学界也已经有充分的研究证明次贷危机的根源在于新自由主义的思想泛滥，在这一思想指导下政府放松监管并最终使得市场失灵至无法驾驭。^②这恰恰验证了经济历史学家戈登在总结美国证券市场史后得出的论断：“从长期来看，一个完全自由的市场是一定会崩溃的。”^③

（一）信息不对称会导致证券市场危机

信息不对称是指市场交易双方对要交易的对象或内容拥有的信息在数量上与质量上不相等。机构投资者及其他实力雄厚的市场参与者具有天然的资金优势与调研能力优势，其所掌握的信息与普通投资者所掌握的信息相比经常处于

^① [英] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究(上册)[M]. 郭大力, 王亚南译. 北京: 商务印书馆, 1974. 1-10.

^② 龙超. 对美国金融危机的若干反思[J]. 经济问题探索, 2009, (6): 137-141.

^③ John Steele Gordon. The Great Game: the Emergence of Wall Street as a World Power [M]. New York: Scribner, 2000. 303.

一种非对称状态，如果他们利用上述优势进行操作，将很容易导致内幕交易与操纵市场行为的发生。在公平、透明的市场制度内，投资者一般都愿意承担投资对象的风险波动。但如果是违法违规者谋取暴利，安分守己者受损埋单，股市的起伏就不仅会制造出财富的“黑洞”，而且中小投资者在利益不断遭受违规侵害之后，其参与证券市场的积极性会急剧下降，从而影响到证券市场的输血功能。在本文看来，股市因投资者不满制度缺陷而导致市场长期低迷，并使得市场无法发挥融资功能实际上也是一种危机，即下文将谈到的“因制度缺陷导致的证券市场危机”。

（二）同向预期性会加剧证券市场危机

同向预期是指众多投资者共同预先期待证券价格的上涨或者下跌。在有效证券市场中，信息对于投资者而言是相同的，因此投资者依据一般的投资原则，常常会得出相同或相近的预测结果；在弱势有效市场中信息披露不完全，但投资者搭便车的心理会使市场出现从众现象。^①上述两种情形都会导致投资者在看涨股市行情时盲目跟进，反之一旦出现导致行情下跌乃至崩盘的利空消息，又会集体抛售，造成市场狂泻，这被称作为市场中的“羊群效应”。^②这一效应在熊市以及因突发事件导致的市场危机中表现的更为明显。而且，投资者在个人利润最大化的目标之下采取追涨杀跌并不会考虑其行为对实体经济的影响，此时如果缺乏政府的救助，股市会因为集体非理性而陷入疯狂或者崩溃状态。

（三）金融市场脆弱性使得证券市场危机具有传染性

金融脆弱性理论最早是由海曼·明斯基在《金融体系内在脆弱性假说》中提出来的。^③该理论认为金融系统内在的不稳定性将市场上积聚的风险放大化，一个小的冲击可能会被金融系统放大导致对整个经济系统造成很大的冲击。在金融自由化形成的混业经营趋势下，以传统银行为代表的间接融资体系与以证券市场为核心的直接融资体系已经无法分割。这使得证券市场的崩溃会不加区分地对所有上市公司造成冲击，恶化它们的资产负债表。这将使银行在不确定性增加的情况下更加难以评估某一客户的偿债能力，也难以判断某一客户面临的财务困境是流动性问题还是清偿性问题。因此，贷款者为保证金融资产的安

^① Barry R., Chai J. and Schumacher L. Assessing Financial System Vulnerabilities[R]. Washington, DC:IMF Working Paper,2000.

^② Abhijit V. Banerjee. A Simple Model of Herd Behavior [J].The Quarterly Journal of Economics, 1992, (3) :797-817.

^③ Hyman P. Minsky. Stabilizing an Unstable Economy [M].New Heaven: Yale University Press,1986.1-9.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库